

貿易収支に対する資本収支の調整過程問題

吉野 昌甫

一

国際決済機構を考へる場合、經常収支に基本的な均衡が概して成立する場合とその成立が困難な場合を区分する必要がある。

勿論、この場合の經常収支の均衡は、国内均衡の達成維持に望ましくない国内価格や国内所得の調整を行なうことなしに達成されたものでなければならぬ。とすると、經常収支の均衡下における国際決済は、それぞれ貿易關係国の商品およびサービスの貿易取引きについてはその国内通貨で行なわれるといつてよい。この限りでは、各国の国内金融市場の機能が円滑に運営されているなら、国際決済に必要な各国の国内通貨の供給は支障なしに實現される。⁽¹⁾

また、たとえ一時的な不均衡が生じたにしても、対外的裁定の機能がそれを相殺するように作用する傾向がある。それに対して經常収支の基本的な不均衡が存在する場合は問題となる。ここで經常収支の基本的な不均衡の規定をせねばならないが、經常収支の構造的な各種の不均衡を一応除外して、国際競争市場裡における当該国の生産要素の報酬率

と生産能率を所与のものとした場合、その国の望ましい経済成長率が貿易関係諸国の経済成長率から乖離することによって生ずる經常収支の不均衡を基本的な不均衡と呼ぶことにする。

勿論、望ましい経済成長率は、景気循環の過程において短期的に変動すると想定されるが、ここで論ずる望ましい経済成長率は、そのような短期的変動を平均化した長期的、趨勢的な経済成長率として把握されたものを意味している。

輸入需要の所得弾力性の国際的差異の存在を考慮した上で、与えられた要素報酬率と要素生産能率の状態において、一国経済の成長率が国際経済成長率の枠のなかで、經常収支の均衡を達成維持しうる水準に決定されることが可能である。一国経済にとってこのような經常収支の均衡と両立しうる経済成長率を「經常収支均衡経済成長率」と呼ぶことが適當であろう。

一国経済にとって「望ましい経済成長率」が「經常収支均衡経済成長率」を上回る場合には、その国の經常収支は赤字になり、他方「望ましい経済成長率」が「經常収支均衡経済成長率」を下回る場合には、その国の經常収支は黒字となる。

一国経済が成熟状態に接近すればする程、人口増加率が相対的に低く、しかも過去の豊富な物的資本の累積がもたらす巨大な潜在的生産能力の現存からして資本蓄積の増加率も低位に停滞しがちである。したがって、このような国では現実の経済成長率は勿論のこと、潜在的生産能力の完全稼働を目指す「望ましい経済成長率」にしても、国際的にみて、相対的に低位に決定される傾向がある。

それに対して、このような成熟経済国にあっては、豊富な資本蓄積によってもたらされる高い生産能率、高い生活水準に支えられた恵まれた市場の要請による大規模生産の実現および教育程度の向上による質的に高級な労働力の存在等々からして、国際市場において高い競争力を保持する傾向にあるといえよう。したがって、一般に成熟経済国の「經常収支均衡経済成長率」は、国際的な平均水準に比べて、相対的に高水準を形成している。しかも、成熟経済国が大體そうであるように、工業国である場合には、その輸出品に対する需要の所得弾力性は高い値をとるものが多いので、その点からもその「經常収支経済成長率」は相対的に高水準にあると考えられる。

成熟経済国にあっては、概してその「望ましい経済成長率」は相対的に低く、逆にその「經常収支均衡経済成長率」は相対的に高い値をとりがちであるから、その經常収支は黒字を恒久的に形成する傾向をもっている。

もし対外的取引きが經常勘定の取引きのみからなるとすると、成熟経済国は、適切な経済政策の実施により、国内経済の側面において「望ましい経済成長率」の達成維持にして誤まらなければ、經常収支、したがって国際収支の黒字を恒久的に実現することが可能であろう。しかし、実際のところ成熟経済国にとって対外的取引きは、たんに經常勘定の取引きだけからなるものではなく、かなり重要な比重をもつて、資本勘定の取引きをも含んでいる。この事実注目する必要がある。

一国経済が「望ましい経済成長率」を達成するためのもっとも正統的な経済政策は、この経済成長率によって実現される完全雇用水準に対応する貯蓄率を吸収するに充分な投資率を確保するに適切な金利水準を形成する金融政策に求められるであろう。資本蓄積の豊富な成熟経済国においては、このような完全雇用水準に対応する貯蓄と投資の

「事前的な」均衡を可能にする金利水準は、國際經濟の同様な金利水準に比べて、かなり低水準にあると想定できる。したがって、成熟經濟国の貨幣保有者や金融機関は、国内の投資資金の供給に当てられるべき貨幣の一部分を對外投資に振向けるであろう。この場合、對外投資額は、自国の金利水準に比べて、海外諸国の投資可能な金融資産に対応する平均的な金利水準の割安な程度とそれを相殺する對外投資に伴うリスク・プレミアムの大小に依存するであろう。

もし、このような關係から一定の對外投資額が決定された場合、その對外投資額が成熟經濟国の經常收支差額に与える影響を検討してみる必要がある。

いま、一定の對外投資にも拘らず、成熟經濟国の企業者がその国の貨幣当局によって規定された金利水準に対して、達成を意図した經濟成長率が完全雇用水準を実現する「望ましい經濟成長率」に事前的にそのまま据置かれているものと仮定しよう。そこで、成熟經濟国にとって對外投資を行なう以前の「經常收支均衡經濟成長率」に対して對外投資実施後のそれはどのように変化したであろうか。その変化は二つの方向から生じてくる。一つは、對外投資の実施によって交換可能性をもつ通貨である成熟經濟国の通貨の吸収が海外諸国の購買力の増大をもたらし、それだけ「經常收支均衡經濟成長率」の上昇を結果するという成熟經濟国の經常收支に有利な変化である。二つは、對外投資を通ずる成熟經濟国の通貨の對外流出に伴う国内購買力の減退の影響である。自国通貨の對外流出が国内購買力の減退に与える効果は、對外流出した通貨の調達源泉、つまり金融機関による新規の信用創造によるものか、不活動残高の活性化によるものか、または活動残高からの引揚げによるものかでかなりの相違をきたすであろう。⁽²⁾ 何れにしても、そ

れによって国内購買力の減退が生ずる場合には、それだけ成熟経済国の現実の経済成長率を「望ましい経済成長率」以下に押し下げる働きをしよう。しかし他面で对外投资の実施による海外諸国の購買力増大によるその成熟経済国からの輸入の増大が現実の経済成長率を逆に押し上げる働きをしよう。このような対外投資に伴う現実の経済成長率の「望ましい経済成長率」からの押し下げ効果と押し上げ効果の何れが大きいかは先験的には決定しがたい問題である。押し下げ効果を規定するのは対外投資による現存流通貨幣残高の回収率である。これがほぼ一に等しいと想定すると、対外投資に大体等しい国内購買力の直接的減退が生ずる。それに対して押し上げ効果を規定するのは対外投資に伴う海外諸国における購買力の増大に関する当該成熟経済国向け限界輸入性向の大きさである。この限界輸入性向は一よりもかなり小さい正の値をとると想定できるであろう。とすると、成熟経済国による対外投資は、その現実の経済成長率を押し上げるよりは押し下げる方向により強く働き、結果として「望ましい経済成長率」よりも現実の経済成長率を下回らせることになるだろう。この事實は、一方では成熟経済国の現実の経済成長率を低下させることによってその輸入の伸び率を減退させるのに対して、他方では成熟経済国の「經常収支均衡経済成長率」を下落させるような海外諸国の経済成長率への派生的な抑圧効果を及ぼし、成熟経済国の輸出の伸び率を減退させるであろう。しかし両者の正味の効果は成熟経済国の輸入の伸び率の減退が輸出の伸び率の減退を上回る傾向をもつ点で、輸出超過の増大となって現われるであろう。

- 以上の対外投資の影響についての推論を要約すれば、それは次の二つの事実の指摘に纏めあげることができよう。
- (1) 成熟経済国にとって、その対外投資は輸出超過の増大を伴うが、その対外投資の一部分しかカバーすることが

できない。したがって結果としてカバールされずに残された対外投資の部分は、成熟経済国にとって「望ましい経済成長率」以下に現実の経済成長率を低下させる傾向がある。成熟経済国はデフレーション・ギャップを蒙ることになる。

(2) 他方、国際収支の側面では成熟経済国の対外投資はそれによって派生された直接的な輸出超過によっては充分にカバーされぬ支払い超過を生じがちである。しかし成熟経済国には、前述したような、対外投資を伴わない場合の「望ましい経済成長率」と「経常収支均衡経済成長率」の恒久的乖離状態からする経常収支での恒久的受取り超過が存在する。

問題点は、前述した成熟経済国の対外投資がそれによって派生された直接的な輸出超過によって充分にカバーされぬ場合、そのカバーされぬ支払い超過部分が、成熟経済国における対外投資を伴わない状態での「望ましい経済成長率」と「経常収支均衡経済成長率」の恒久的乖離状態からする経常収支の受取り超過によって完全に相殺されるかどうかということである。

この場合、対外投資がそれによって派生された直接的な輸出超過と恒久的な輸出超過との合計に等しい場合には、成熟経済国の国際収支差額は、その対外投資を含めて、均衡状態にある。このように他の状態を与えたものとして、国際収支差額を均衡化する対外投資を発生せしめるような成熟経済国の金利水準を「国際収支差額均衡的な金利水準」と呼ぶことにしよう。

成熟経済国の金融当局が「望ましい経済成長率」を達成するために、決定し維持した現実の金利水準が「国際収支

差額均衡的な金利水準」を上回る場合には、現実の対外投資が国際收支均衡的な対外投資を下回って、その国際收支差額は受取り超過となるであろう。他方、現実の金利水準が「国際收支差額均衡的な金利水準」を下回る場合には、現実の対外投資が收支差額均衡的な対外投資を上回って、その国際收支差額は支払い超過となるであろう。

もし、現実の金利水準が金融当局が意図した「望ましい経済成長率」を下回る現実の経済成長率を実現したために、成熟経済国においてデフレーションナリィ・ギャップが発生する傾向にあるのに、国際收支面ではその現実の金利水準が「国際收支差額均衡的な金利水準」に均衡して、国際收支差額の均衡が達成されたとしよう。その場合に、成熟経済国の金融当局がデフレーションナリィ・ギャップを消滅させる目的で、その金利水準を低下させるなら、現実の経済成長率は「望ましい経済成長率」を実現するにしても、他方で現実の金利水準は「国際收支差額均衡的な金利水準」を下回ることにより、その国の対外投資は經常收支差額での受取り超過を上回る、つまりその国際收支差額は支払い超過となるであろう。

この場合、海外諸国にとっては、成熟経済国からの資本輸入が恒久的に存続しないなら、そして国際的機関からの資本供与が存在しないなら、成熟経済国に対する經常收支での支払い超過を恒久的に持続することはできない。

成熟経済国の対外投資によって海外諸国に与えられる成熟経済国の国民通貨形態での購買力こそ、成熟経済国の「事前の」貯蓄超過部分に対する請求権を表す本来の国際流動性ということができよう。各種の危険負担を考慮に入れた上で、成熟経済国の金利水準が海外諸国の金利水準に対してもつ割安な格差に応じて、国際金融・資本市場の機能によって対外的に配分される成熟経済国の国民通貨の流出は、自発的に市場機能を通じて貸出され、その裏側に

「事前の」貯蓄超過を伴なう点で、もつとも経済的意味において、成熟経済国の実物資源に対する使用請求権の対外的貸与を反映するといえよう。

もし成熟経済国の对外投资によって海外諸国に配布された成熟経済国の国民通貨がそれを完全にカバーする經常收支差額の受取り超過によって回収される場合には、その国民通貨は、成熟経済国の実物資源に対する使用請求権、つまり国際通貨として活動残高の役割を果すことになる。

しかし成熟経済国の对外投资がその經常收支差額の受取り超過によって完全に回収しきれない場合、つまり成熟経済国において国際收支差額の支払い超過が生ずる場合が問題となる。その場合国際收支差額が受取り超過となる国にとって、その經常收支差額が恒久的に支払い超過であるとすると、その国は恒久的に成熟経済国の実物資源に対する依存関係をもっているのです、そのような実物資源に対する使用請求権を表わす成熟経済国の国民通貨への保有動機を充分に有している。そしてその国による対成熟経済国の短期債権を示す成熟経済国通貨の保有は、資本輸入の一部分に対応する意味で、その国にとって実質的負担の増大を形成しない。それは国際通貨に対する保有動機を満足させるものとしてその国によって進んで保蔵される。

したがって、經常收支差額における恒久的受取り超過を維持しうる成熟経済国にとっては、その国際收支差額が過大な对外投资や対外援助によって支払い超過となっても、その国民通貨は国際通貨として相手国により進んで保有される、つまりキー・カレンシーは經常收支差額の恒久的支払い超過国にとって国際的な購買力となる、傾向がある。

このような傾向が存続する限り、一方においてキー・カレンシーは恒久的な經常收支差額の支払い超過国のために国

際流動性の役割を果すと同時に、他方において、キーン・カレンシーを発行する成熟経済国は、対外的な長期投資に対して対外的な短期借入れを行なう国際的金融機関としての地位を占めることになる。

このような状態にあつては、キーン・カレンシー発行国は、自国の国際收支差額が経常收支差額を受取り超過を上回る資本收支差額の支払い超過の結果として支払い超過となつても、自国通貨がキーン・カレンシーとして対外的に保有される、つまりその国際收支差額の支払い超過に対して自動的な対外借入れ能力が与えられるので、キーン・カレンシー発行国は、国際收支差額の動きに心配することなしに、自国の国内経済政策を追求し、それを国際経済政策として実現して行くことが可能である⁽⁴⁾。

(1) C. A. Coombs, M. Iklé, E. Ranalli, J. Tringeler, Conversations on International Finance, Federal Reserve Bank of New York, *Monthly Review*, August 1963. C. A. クームズ、M. イクレ、E. ラナリ、J. チャンゲラー「国際金融問題に関する共同提言」、鈴木浩次編『国際流動性論集』所収、七七—七八ページ参照。および Egon Sohmen, *International Monetary Problems and the Foreign Exchanges*, Special Papers in International Economics, No. 4, April 1963, published by the International Finance Section, Princeton University. マハン・ソーマン、貝塚啓明訳『国際金融と外国為替』五六—五七ページ参照。

(2) Fritz Machlup, *Plans for Reform of the International Monetary System*, Special Papers in International Economics, No. 3, August 1962, published by the International Finance Section, Princeton University, pp. 22-3. フリッツ・マハルプは、对外投资のために海外へ流出する自国通貨が国内流通の活動残高から吸収され、そのような削減部分の抑圧力に対して金融当局が屈服して通貨増発を余儀なくされがちであるから、国際收支差額不均衡に対する金融面での自己調節作用

貿易収支に対する資本收支の調整過程問題

が機能しにくい、と指摘している。しかし、マハルノフは投機的な短期の对外投资に伴なう自国通貨の吸収が国内流通の予備的ないしは投機的動機に基づく不活動残高から行なわれるとしているのに、長期の对外投资が不活動残高からの自国通貨の吸収の可能性や国内金融機関による信用創造による増発された自国通貨の吸収の可能性について全く検討を行なっていない。

(3) Friedrich A. Lutz, *The Problem of International Liquidity and the Multiple-Currency Standard*, Essays in International Finance, No. 41, March 1963, published by the International Finance Section, Princeton University, in *World Monetary Reform, Plans and Issues*, edited by Herbert G. Grubel, 1963, p. 244. F. A. ルッツ「国際流動性問題と多数通貨本位制」、鈴木浩次編『前掲書』一九五二頁。

(4) Friedrich A. Lutz, *The Problem of International Economic Equilibrium*, 1962. F. A. ルッツ、小林毅訳『国際收支と資本移動』、七五―七七ページ参照。

二

国際資本移動の動きを検討する場合、二つのタイプを区分することが大切である。その一つは、国内における完全雇用政策や望ましい経済成長政策を追求した場合、その国全体の投資活動との関連で对外投资の動きが決定され、次にその对外投资活動が対内、対外購買力の分布に影響を及ぼすことによって、その国の經常收支差額を規定する、という変化を意味している。他の一つのタイプとしては、一国経済の經常收支差額における受取り超過が逆にその国の对外投资活動を規定するといった動きに代表されるものである⁽¹⁾。

いま、この二つのタイプの对外投资活動の国際收支調整過程や国際流動性に与える影響を詳細に検討してみること

にしよう。

国際収支差額Bは、通常その国の貨幣当局を除いた居住者による外国人からの受取り R_f と、居住者による外国人への支払い P_f の差額として定義することができる。これに対して、その国の居住者による自国の居住者からの受取り R_d と自国居住者への支払い P_d とは常に等しいから、国際収支差額Bは、その国の貨幣当局を除いた居住者による外国人および自国の居住者からの受取りRと、その国の居住者による外国人および自国の居住者に対する支払いPの差額として示すことができる。つまり、国際収支差額は次のように定義されよう。⁽²⁾

$$B = R_f - P_f \dots\dots\dots (1)$$

$$R_d \equiv P_d$$

$$\therefore B = (R_f + R_d) - (P_f + P_d)$$

$$B = R - P \dots\dots\dots (2)$$

$$(R = R_f + R_d, P = P_f + P_d)$$

(1)式から、一国経済の対外投資が、經常収支差額を均衡状態に止めておくことと仮定して、その国の国際収支差額に与える変化は、 $B \parallel R_f - P_f \wedge 0$ において、Bを行なわれた対外投資額だけ負の値にすると示される。この事実を(2)式からみると、その国の経済は、行なった対外投資額だけ、 $B \parallel R_f - P_f \wedge 0$ ならしめる、つまり、対外投資額に等しい国際収支差額の支払い超過額だけ全体としてPがRを上回る支払い超過額が発生することになる。

個人にしても、企業にしても、全体としての一国経済にしても、受取りを上回る支払い超過が生ずる場合には、そ

の支払い超過をファイナンスするための資金の調達がなされねばならない。一国経済にあって国内面でのそのような資金不足の解消は、経済を構成する個々の経済主体が貯蓄資金のうちから不活動残高として保有してきた「保蔵金」を活動残高に解放するか、あるいはその国の貨幣当局が必要とする資金を信用創造によって供給するか、その何れかによって行なわれるか、またはその双方によって実現されることが必要である。

ここで、個々の経済主体が貯蓄資金のうちから对外投资に当てる部分は、すべて過去に累積された保蔵金のうちから、解放されるとは限らない。一部分は、前期の貯蓄資金で、本来なら国内の証券ないしは実物投資に充当される資金が前期の对外投资に振向けられる部分に対応している。過去の不活動残高が活動化され、对外投资に充当された部分は、前期の受取りから引継がれた活動的現金残高を対内的には一定にしておくという意味で、中立的であるが、他方、前期の受取りからの貯蓄資金で、对外投资に充当された部分は、前期の受取りから引継がれた活動的現金残高を対内的には減少するという意味で、デフレーション的といえよう。

しかし、前期の受取りからの貯蓄資金で、对外投资に充当された部分については、対内的に活動的現金残高の削減が行なわれるが、その結果として生ずる国内経済活動にとっての現金残高の不足は、その国の中央銀行に圧力をかけて、現金残高の供給の拡張を招きがちである。⁽³⁾もし中央銀行によって対内的な活動的現金残高の削減が相殺されるなら、実質的には前期の貯蓄資金から对外投资に必要な資金が調達されようと、もともと以前の不活動的現金残高の活動化からそれが実施されようと、国内経済活動への貨幣面からの効果は、等しく中立的であって、相違点はむしろ当面にはなく、将来に繰延べられるといえよう。

つまり、その国の貨幣当局が現金残高の供給を拡大し続ける場合に対して、過去の不活動的現金残高の活動化の継続は早晚限界に行き当って、国内利率の上昇とそれに伴う国内投資活動へのデフレーション的効果を招来するといえよう。

何れにしても、一国経済にとって対外投資に伴う国際收支差額の支払い超過は、その経済の構成主体の貯蓄資金や不活動残高から活動化した現金残高ないしはその貨幣当局によって創造された現金残高が対外的に資本勘定を通じて支払われ、しかも対外的に回収されぬままに止まっている、ということを意味している。

しかし対外的に自国通貨で与えられた購買力は、その国の經常收支差額に影響を与えずに止まっているわけではない。前述したように、自国の貯蓄資金の一部が対外投資によって流出し、それが貨幣当局の現金残高の創出によって国内的に補充されぬ場合には、国内流通高に生じた減少は、限界輸入性向が与えられるなら、一定額の輸入の減退をもたらし、それだけ自国の經常收支差額を受取り超過に変える傾向がある。さらに、国内流通高の減少がデフレーション効果を価格水準に及ぼす場合には、限界輸入性向のその面からする下落による輸入の減少や輸出競争力の強化による輸出の増大——自国の輸出品に対する海外諸国の輸入需要の価格弾力性に依存するが——が自国の經常收支差額の受取り超過を一層増大するであろう。そして、このような經常收支差額を受取り超過の発生は、対外投資によって対外的に撒布超過となった自国通貨を回収するものといえる。

次に、対外投資が国内流通高の削減をもたらさない形態で、自国通貨の対外的流出を生ぜしめる場合には、資本輸入国において購買力の増大が発生し、国内経済活動の上昇が、所与の限界輸入性向を通じての輸入の増大や国際的に

みて割高な価格水準の上昇を通じての輸入の増大と輸出の減少を招来してくる。したがって、資本輸入国の經常収支差額における支払い超過の一部分は、資本輸出国の經常収支差額を受取り超過にして、その部分だけ、对外投资によって対外的に撒布超過となった自国通貨の回収を可能にする。

資本輸入国は、長期の対外債務の増大に対して、増大した外貨準備の総額をすべて使い果してしまふところまで、国内での購買力を拡大するかどうか問題がある。極度に輸入物資の枯渇に喘いでいる低開発諸国では外貨準備の増大をすべて消尽する傾向があるであろう。他方、先進諸国が資本輸入国である場合には、事態は幾分変化して、資本輸入によって獲得した外貨の一部分は使用されずに、外貨準備のままに蓄積されるかもしれない。

資本輸入国が資本輸入の結果獲得した外貨に対して国内購買力を拡大する程度が積極的であればある程、資本輸入国による輸入拡大はより大きくなるであろう。資本輸入国の限界輸入性向に占める資本輸出国の輸出品に対する限界輸入性向の割合が与えられるなら、資本輸入国の外貨準備保蔵の意欲が小さければ、小さい程、对外投资を行なう国が対外的に撒布した自国通貨を回収する度合は大きくなるといえる。

さらに、資本輸入国が資本輸入に伴って拡大した輸入額のうち、ここでの对外投资国に向けられた部分は国内購買力の拡大には振向けられず、そのまま不胎化されるとして、他方、对外投资国以外の国々に振向けられた資本輸入国の輸入増大部分は、一部分外貨準備保有の増大に当てられるものを残して、すべて輸入の増大に向けられるように、国内の購買力の膨脹を導く傾向がある。このようにして派生する二次的な輸入の増大の一部分は、当然对外投资を行なった国の輸出を形成し、对外投资によって対外的に撒布されたその国の通貨を回収する結果となるだろう。

對外投資による海外諸国における輸入増大の誘発過程を辿ると、次のように要約できよう。 I_f を對外投資とすると、 I_f は、資本輸入国により、当該對外投資国を除く海外諸国への輸入額 M_0 と当該對外投資国への輸入額 M_1 および外貨準備保有額 R_0 へとすべて配分されるであろう。このうち、当該對外投資国への輸入額 M_0 と外貨準備保有額 R_0 に充当された I_f の部分は次の輸入需要を誘発せず、ただ当該對外投資国を除く海外諸国への輸入額 M_0 のみが海外諸国によって次の輸入需要を誘発するように、国内購買力の拡大へと振向けられる。

当該對外投資国を除く海外諸国への輸入額 M_0 は、同様に当該對外投資国を除く海外諸国への輸入需要 M_1 と当該對外投資国への輸入額 M_1 および外貨準備保有額 R_1 へとすべて配分されるであろう。そしてこの当該對外投資国を除く海外諸国への派生的輸入需要 M_1 はさらに同様な配分方式で次の派生的輸入需要を造出し、以下次々とそれが繰返されて行く。

いま説明の便宜から簡單化して、對外投資 I_f および当該對外投資国を除く海外諸国への輸入需要 M_0 、 M_1 、 M_2 ……から当該對外投資国を除く海外諸国への輸入需要として流出する「平均的」比率を m 、次に当該對外投資国への輸入需要として流出する「平均的」比率を n 、そして外貨準備保有額として保留される「平均的」比率を r と見做して、實際經濟を構成する各国が、各国間に大きな乖離なしに、それぞれこれら「平均的」比率に示される割合で、流入外貨を処分して行くと仮定しよう。

その場合、對外投資 I_f に対して對外的に撒布された自國通貨が回収されずに海外諸国の外貨準備保有高の増大として保留された合計額 H の比率、つまり H/I_f を求めると次の如くである。

$$\begin{aligned}
 H &= H_0 + H_1 + H_2 + \dots \\
 &= rI_1 + rM_0 + rM_1 + \dots \\
 &= r(I_1 + M_0 + M_1 + \dots) \\
 &= r(I_1 + nI_1 + n^2I_1 + \dots) \\
 &= rI_1(1 + n + n^2 + \dots) \\
 &= rI_1 \frac{1}{1-n} \quad (\text{但し } n < 1) \\
 \therefore \frac{H}{I_1} &= \frac{r}{1-n} \dots \dots \dots (3)
 \end{aligned}$$

(3)式から大体次の区分ができる。

- (i) $1 > n + r; 1 > n > 0$ なら $H/I_1 < 1$
- (ii) $1 = n + r; n = 0$ なら $H/I_1 = 1$
- (iii) $1 = n + n; r = 0$ なら $H/I_1 = 0$

また(3)式から、対外投資に伴なう自国通貨の対外的撒布部分の回収比率が高いために、つまり H/I_1 が小さな値をとるためには、(i) r が一定なら、 m 、つまり対外投資およびそれからの当該対外投資国を除く海外諸国への輸入需要増大による外貨流入分のうち再び当該対外投資国以外のこれら海外諸国へ派生的輸入需要の増大となって回流する比率が小さいか、または(ii) m が一定なら、 r 、つまり対外投資およびそれからの当該対外投資国を除く海外諸国への輸

入需要増大による外貨流入分のうち、これら海外諸国に外貨準備のまま保有される比率が小さいことが必要である。⁽⁵⁾

(3)式から明かな如く、 r がゼロであるような極端な場合を除いては、对外投资に伴って海外諸国へ撒布された自国通貨はすべて对外投资国へ回収し尽されるわけには行かず、その一部分は海外諸国の外貨準備高の増大として保有されることになる。問題は、当該对外投资国を除く海外諸国に対する派生的輸入需要の拡大過程において、これら諸国のうちに国内経済がインフレーションで過熱化するものが現れてきて、次第にその国の外貨準備保有比率 r を上昇させ、次に結果としてそのような諸国の外貨準備保有高が過剩状態に陥入る傾向がある、ということである。

つまり、ここには二つの困難な問題が内包されている。第一には、所謂「トランスファー・ディフィカリティ」の問題があげられる。对外投资国にとって、对外投资に伴なう自国通貨の対外的撒布部分の未回収による国際收支差額の支払い超過は、その調整に困難な問題を提起する。もちろん、調整期間にかなりの長期間をとるならば、对外投资の収益やその元本の本国への回収が実施されるから、その調整過程を達成するだけでなく、むしろ逆に对外投资国の国際收支差額を受取り超過に転ずる可能性は充分に大きい。⁽⁶⁾

しかし、当面对外投资国にとって発生した国際收支差額の支払い超過は、それを是正すべきなんらかの調整機構が適切に作用しないならば、比較的短期間の自己修正的な偶発的・季節的ないしは短期的な不均衡ではなく、持続的で長期的な不均衡といえよう。⁽⁷⁾

第二に、对外投资国は、高い生産能率や技術革新の急速な進展の吐け口を希求する自国企業の海外市場への侵出や巨大な規模に膨脹した自国金融機関の資金力の対外的浸透、またそれに加えて自国政府による政治的権力と不可欠に

結合した各種対外援助の投入を通じて、対外的に自国通貨をもってする購買力の撒布を行なうことになる。このよう
な購買力の国際的な拡大は、資本輸入国や派生的な輸出拡大国によって、「インフレーションの輸出」として受取ら
れ、非難されることが多い。

第一のトランスファードイファイカリティの問題については、それは周知のケインズとオリーンの「トランスファ
ー論争」において既に論ぜられた問題である。ここでの調整上の重要点は、対外投資国が対外投資に使用する自国通
貨を前期の貯蓄資金から調達して、それによって生じた活動的現金残高の不足分を貨幣当局が補充しない場合には、
その結果として発生する対外投資国の經常収支差額における受取超過がトランスファードイファイカリティを軽減な
いしは解消する可能性がある、ということである。

もし、対外投資国が対外投資によって与えた自国通貨での対外的な購買力が、(i)貨幣当局による信用創造の補充を
伴なわぬ現在における貯蓄資金から賦与される場合には、調整上の困難はもっとも少く、(ii)それが過去の貯蓄資金の
不活動的現金残高から賦与される場合には、当然国内経済主体の適正な不活動残高水準以下への現実の不活動残高保
有の低下による国内金利水準の上昇傾向が調整上の困難を幾分なりとも軽減する方向に働くかもしれない、そして
(iii)最後に自国通貨での対外的な購買力が貨幣当局による信用創造で賦与される場合には、国内経済での不活動および
活動的現金残高の何れもが、それに対する保有意欲を十分に満足させられているので、対内経済の側面から調整上の
困難を軽減する動きは存しないといえよう。⁽⁸⁾

この場合、対外投資国が累積した巨大な資本蓄積や高水準な貯蓄率からして、恒久的に過少雇用状態や経済成長率

の停滞状態にあるとすると、对外投资の発生が前期の貯蓄資金の一部分の対外的流出の形態をとったにしても、国内経済における完全雇用水準や高度経済成長率の維持を目的として、国内経済における活動的現金残高の削減を補充する信用創造を貨幣当局が実施するという結果に到達することになる。

前述したように、国際流動性の基本的形態は、国内経済で豊富な資本蓄積と高水準の貯蓄率をもつことによって、一方では完全雇用水準に対応する利子率が国際的に割安であると同時に、他方で対内的には恒久的な投資を上回る貯蓄の超過傾向と対外的には恒久的な經常収支差額の支払い超過が発生するような主要国の国民通貨がその国の貯蓄資源への請求権として広く国際的に使用され、欲求されるという点で、そのような主要国の国民通貨、特に对外投资により対外的に撤布された主要国の国民通貨、に求めることができよう。

对外投资国の自由通貨は、これら对外投资の三つのケースについて、資本輸入国に自国通貨を貸与する、つまりクレジットを賦与する。しかし(i)のケースのクレジットの賦与は、对外投资国の活動的現金残高を削減してこれを資本輸入国に貸与したものであるから、「クレジット・トランスファー」「credit transfer」が実施されたといえよう。それに対して、(ii)のケースにあつては、对外投资国の活動的現金残高は現状に止められ、そこでの不活動的現金残高が活動化されて、つまり現金残高の流通速度が騰められて、それが資本輸入国であるから、活動的現金残高の純増が生じたという意味で、「クレジット・クリエイション」⁽⁹⁾、'credit creation'が実施された。最後に、(iii)のケースでは、对外投资国の貨幣当局が現金残高の造出を行ない、それが資本輸入国に貸与されるのであるから、現金残高と活動的現金残高の双方に純増が生じたという意味で、「クレジット・クリエイション」⁽⁹⁾が行なわれた。

ここから对外投资による自国通貨の対外的撒布がクレジイト・トランスファーによって行なわれる場合には、概して自国通貨の回収は完全に実施され、対外的収支差額調整上の困難は生じないと考えられるのに対して、それがクレヂイト・クリエイションを伴なう場合には、自国通貨の回収が完全に行なわれず、調整上の困難が発生する傾向がある。

第二に、对外投资国が对外投资によって海外諸国に購買力を撒布することによって、対外的にインフレーションが輸出されるといふ非難が屢々きかれる。

事実、对外投资によって増大する派生的輸入需要に対応して輸出が拡大した国では、その輸出増大によって、国内に過少雇用状態や完全雇用水準での投資を上回る貯蓄の過剰形態でのインフレーションを伴なわない輸出余力が存在しない限り、インフレーション的な過剰需要が国内に持込まれたことになる。またこのような輸出増大自体は国内経済にインフレーションを伴わない輸出余力によって相殺され得たにしても、その輸出の拡大によって国内に流入した外貨を自国通貨の増発によって対内的に購買力化した場合、その国内購買力の膨脹によって派生する国内需要の乗数的拡大が国内経済にインフレーションをもたらす可能性は充分に考えることができよう。

輸出拡大国が、このような何れの場合にしても、輸出拡大による国内経済へのインフレーションの導入を回避しようとするならば、一つには輸入需要の増大によってその輸出を相殺することが可能となる。しかし輸出拡大と同時に、当該輸出拡大国が大幅に輸入に対する各種の制限措置の排除や関税率の引下げを実施しないなら、限界輸入性向上の上昇という形式での輸入需要の拡大による輸出増大の相殺は可能ではないであろう。

もしこの方式による輸入需要の拡大が可能でないとすると、輸入需要を拡大する方法は、民間の輸入需要に依存す

る限りでは、輸出増大によって獲得した外貨を貨幣当局が買入れて、それに代って自国通貨の増発を行なうということに求められよう。

しかし、輸出増大を輸入需要の増大が同時に発生しない段階で、輸出拡大国にとって輸出超過、それに対応する投資を上回る貯蓄の超過が発生し、ここに国際收支差額調整問題としての貿易收支面よりは資本收支面での調整機能の有効性が登場してくる⁽¹⁰⁾。そして調整的資本移動の機能は、われわれにとっての第二の对外投资活動のタイプ、つまり一国経済の經常收支差額における受取り超過によって支配されるその国の对外投资活動、に対応してくる。この第二の对外投资活動のタイプについては、对外投资に伴なうインフレーションの輸出というここでの問題も含めて、節を改めて検討することにしよう。

(1) F・A・ルッツ、小林毅訳『国際收支と資本移動』、四四―四五ページ参照。

(2) Harry G. Johnson, *Money, Trade and Economic Growth*, 1962. H・G・ジョンソン、村上教訳『貨幣・貿易・経済成長』、六―七ページ参照。

(3) Fritz Machlup, *Ibid.*, pp. 22-24.

(4) この部分が全部輸入需要の増大に充当されるというのは正しくない。事實は、その一部分が対外長期債権の購入や民間部門での対外短期債権への資金投下に振向けられる、ということである。しかし、このような対外債権への資金投下の問題については次節で論ずることにしたい。

(5) 对外投资に伴なう対外投資国における派生的な輸出の拡大について、ルッツは、L・A・ハーン(L. Albert Hahn)の「ブーメラン(自動復元)」効果でこれを説明している。F・A・ルッツ、小林毅訳『前掲書』、六五―六八ページ参照。

(6) 対外投資に伴なう二つの「トランスファー・デフィカリティ」、つまり対外投資に際しての資本輸出出国から資本輸入国への、またその対外投資の果実や元来の送還に際しての資本輸入国から資本輸出出国への、トランスファーによる国際收支差額調整上の困難を国際流動性問題や低開発国の開発金融問題と結合して解決せんとしたものに、小島清教授の「レント・カレンシー」「Lent-Currency」構想がある。この構想は、スタンプ案などに較べて幾多の長所をもっているが、他面で、公的段階でのトランスファーと民間段階でのトランスファー、また国際通貨機関たるIMFとニュー・ヨーク、ロンドン、パリ、チューリヒ等の国際金融中心地との混合といった困難な問題を内包しているようにおもわれる。さらに、国際流動性補強目的のうち、特定の国際收支差額赤字国および対外短期債務の信認性の保証といった特殊な目的と関連して国際流動性を補強することに伴なう技術的困難や対外援助・対外投資が一部海外諸国に与えるインフレーション的效果に対する歯止め問題といった技術的困難を解決せねばならないだろう。そして、理論的側面にも問題が指摘できる。つまり、対外投資の果実や元本の対外投資国への送還に伴なうトランスファー・デフィカリティ解消の問題が対外投資国と資本輸入国との関連よりは、対外投資国と第三国のレント・カレンシー保有国との関連で把握されている、ということである。その意味では、小島教授の「レント・カレンシー」構想は、先進諸国の対低開発諸国に対する経済援助に限定して考える時、もっとも適切な解決策を提供するものといえよう。

小島教授の「レント・カレンシー」構想については、次の論文を参照されたい。

小島清「国際流動性増強に関する私の提案(1)」、(2)『東洋経済新報』一九六四年八月一日、八日号。同「レント・カレンシー構想」『日本経済新聞』一九六四年十一月二日より六回にわたり掲載。Kiyoshi Kojima, A Proposal for Increasing International Liquidity, *The Oriental Economist*, pp. 549-551. Ditto, A Revision of the Kojima Plan for Untying Aid (an unpublished paper).

なお、「レント・カレンシー」構想を別の角度から批判したものとしては、中西市郎『現代国際投資論—理論と実際—』二八三—二八九ページ参照。

トランスファード・ディファイカリティの調整問題を国際流動性問題との関連でより一般的に論じたものとして、Alvin H. Hansen, *The Dollar and the International Monetary System*, 1965. A・H・ハンセン、鈴木浩次訳『ドルと国際通貨制度』一九—四二ページ参照。

(7) A・H・ハンセン、鈴木浩次訳『前掲書』三三—三四ページ参照。

(8) H・G・ジョンソン、村上敦訳『前掲書』六七—七〇ページ参照。および Fritz Machlup, *The Cloakroom Rule of International Reserves: Reserve Creation and Resources Transfer*, *Quarterly Journal of Economics*, August 1965, p. 349.

(9) Fritz Machlup, *op. cit.*, pp. 340-341.

(10) Robert Triffin, *The Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, 1960. R・トリフィン、村野孝、小島清監訳『金とドルの危機』三〇—三二ページ参照。

三

「事前の」貯蓄過剰国が対外投資を完全雇利用子率ないしは利潤率の国際的な格差に応じて行なう場合、対外投資国の国民通貨は、対外投資分だけ資本輸入国にとっては国際的購買力を賦与することになる。その意味では、資本輸入国が經常収支差額において支払い超過傾向にある場合には、資本輸入国にとって資本輸入によって入手された対外

貿易収支に対する資本収支の調整過程問題

投資国の国民通貨は、それが経営残高 *working balances* として使用されようと、または準備残高 *reserve balances* として保有されようと、概して国際流動性の機能を果すことになる。

しかし、対外投資国の国民通貨がそれ自体として国際流動性の役割を果すのは、資本輸入国、特に經常収支差額支払い超過傾向にある資本輸入国においてである。したがって、対外投資国の国民通貨は、その点において、双務的な国際流動性としての性格を賦与されるということができよう。

前述したように、資本輸入国が入手した対外投資国の国民通貨がそれによって国際決済に使用される場合、その国民通貨がすべて当初の対外投資国に対して購買力として使用され、フィード・バックするならば、問題は生じないだろうが、実際にはその一部分が対外的に漏出して、当該対外投資国以外の諸国に流入する傾向がある。その場合、対外投資国の国民通貨が流入した諸国がすべて經常収支差額において支払い超過傾向にあるとすると、対外投資国の国民通貨は、それら流入諸国にとってその支払い超過を軽減ないしは解消するわけで、資本輸入国に対すると同様に、経営残高としても、また準備残高としても国際流動性の地位を承認されるであろう。

このように当該対外投資国のみが唯一の恒久的經常収支差額受取超過国であって、他の国際経済参加諸国がすべて恒久的經常収支差額支払い超過国である場合には、それら諸国の一部分にとって、資本収支差額での受取り超過が經常収支差額での支払い超過を上回ることによりその国際収支差額での受取り超過が生じて、受取り超過によってその国々に流入した対外投資国の国民通貨は、国際流動性として流入国により承認されることになる。対外投資国の国民通貨は、一方で対外投資国以外の諸国がそれをすべて国際流動性として使用しないしは保有することを欲する意味で、

他方当該対外投資国は、金ないしは自国通貨でのみ最終的な国際決済を認めている意味で、多角的な国際流動性の地位を保証されることになる。

この場合には、多角的な国際流動性としての対外投資国の国民通貨は、対外投資国の貯蓄資源に対する請求権として国際的な金融・資本市場を通じて市場の金利や利潤率の配分機構によって投資超過国へと配分され、それらの国々の貯蓄不足部分を補充する目的で対外投資国の貯蓄資源の購入に使用されたり、または将来の購入に備えて保有されるといえよう。投資超過国である恒久的な經常収支差額支払い超過国にとっては、国際流動性とは貯蓄超過国の貯蓄資源に対する請求権、つまり貯蓄超過国の国民通貨に他ならなかった。その意味では、金は恒久的經常収支差額受取り超過国がその国民通貨と金との間に一定価格での交換性を認めた限りで、その国民通貨を入手できる国際的流動資産であるといえよう。

そして金が国際的流動資産の地位から国際流動性の基礎的構成要因となりえたのは、金が歴史的にみて価値保蔵の機能において優れた特性をもち、実際に幾世紀の間その役割に立派に耐えてきたという事実からして、交換手段としての一般の被受容性 *general acceptability* を賦与される傾向にあったといふこと(2)に一部由来すると同時に、他面では貯蓄超過国である対外投資国が自国通貨の外国残高に対する国際準備資産として最終的な国際流動性、金を必要としたといふ事実(3)に主として基因するといえよう。

もし唯一の貯蓄超過国である対外投資国が固定為替相場制を採用して、所謂「所有準備」(owned reserve)としての国際流動性を保有する場合、対外投資国は、その生産に高いコストを必要とし、しかも保有によって利子を生ま

ず、また保管するのにコストがかかる厄介な商品貨幣としての金(4)を選択したのである。しかし準備商品としての金は、歴史の大半を通じて貯蓄の正常形態と見做されてきたし、事実現在においてもかなり多くの国民の間でそのような慣習は依然保持されている。そして根強い慣習は、金を商品貨幣としての地位に定着させる基調を形成しているが、自国の国民通貨が国際流動性の構成要因として認められている唯一の対外投資国にとっては、自国通貨の外国残高に対する「信頼性」を保証するものとして、「信頼性」保証的な国際流動性が必要となってくる。その場合、当該対外投資国にとって金はその目的にもっともかなった準備商品であった。

金は、その使用においても、またその保有においても、国際資産保有国にとって選択の自由を保証する「匿名の」*'anonymous'*、市場機構依存的な資産(6)であり、しかも「所得からの資産」*'earned asset'*として、概して「所得からでない資産」*'unearned asset'*の国際流動性(7)たる対外投資国の国民通貨が果す自国の国民的貯蓄資源の配分機能を侵害しないという利点が強調されよう(8)。

いままでも国際経済における貯蓄超過国としての対外投資国が唯一であることを仮定してきた。この唯一の対外投資国が対外投資を推進する過程で、次第に他の先進工業国の所得水準、資本蓄積高および生産能力が向上することが予想される。結果として、これら先進工業国の經常收支差額が受取り超過に転ずる場合が生じてくる。

問題は、これら先進工業国の經常收支差額に生じた受取り超過が正常にこれら諸国の貯蓄超過部分の対外的な輸出を意味しているであろうか、ということである。確かにその国の經常收支差額に受取り超過が発生した以上、その国内経済において「事後的に」貯蓄超過が存在することは事実である。しかし「事後的な」貯蓄超過は必ずしも

「事前の」貯蓄超過を表わさないことは明かであろう。⁽⁹⁾ここで、経常収支差額における受取り超過が「事前の」貯蓄超過により裏付けられぬ場合を考察するのが適當であろう。

まず、これら経常収支差額における受取り超過にある先進工業国の金利水準の国際的位置づけが問題となる。つまりこれら先進工業国の利子率、特に長期利率が国際的にみて相対的に割安な水準へと持続的に低落するかどうかが目されねばならない。

一方では当初の対外投資国の長期利率に対して恒久的に割高であったそれら諸国の金利格差をかなりの程度軽減するか、または消滅させるであろうか。そのような動きが実質的に発生するならば、当初の対外投資国からこれら諸国へ流出していた対外投資の流れは削減ないしは消滅され、それだけ対外投資国の国際収支差額における支払い超過を軽減することになるだろう。

他方、これら先進工業国の長期利率の持続的下降は、従来対外投資に伴なうリスクの大きさが与えられている場合にはこれら諸国にとって可能でなかった対外投資を次第に実現可能なものとするであろう。そして対外投資が実現される限りでは、直接的にはこれら先進工業国の国際収支差額の受取り超過は相殺され、間接的にはその一定部分は当初の対外投資国の経常収支差額の受取り超過を増大し、したがってその国際収支差額の支払い超過を削減することになるであろう。⁽¹⁰⁾

もしこのような対外投資の流れに対するこれら先進工業国のシェアの拡大が、その経常収支差額における受取り超過によって生ずる長期利率の下落により実現されるならば、これら先進工業国の経常収支差額の受取り超過により

表現される事後的な貯蓄超過は事前の貯蓄超過を体現するものといえよう。

その点、經常收支差額の受取り超過国が事前の貯蓄超過状態にないのに、単に事後的な貯蓄超過国であるとの理由から、「本質的な」資本輸出国であると見做されて、对外投资を強要される場合には、高利率国から低利率の国際收支差額支払い超過国へと資本輸出が実施されるかもしれない。⁽¹¹⁾このような对外投资についての自動的、機械的な決定機構や強制的な国際的ルールが作用するならば、自国内に余裕のある貯蓄資源をもたない經常收支差額の受取り超過国は、対外的な使用のために、自国への強制貯蓄の賦課を実施せねばならないとか、また自国の強制された貯蓄資源に対応する資産保有形態の選択の自由を放棄せねばならないとか、いう状態を強いられることになるであろう。

この欠点を避けるためには、国際金融・資本市場における利子率や利潤率といった市場機構に應ずる自由な貯蓄資源の国際的配分が実施されねばならない。事後的な貯蓄超過国と事前的な貯蓄超過国との一致関係は、このような市場機構を通じて、はじめて保証されうるものといえよう。經常收支差額における受取り超過国で事前の貯蓄超過にならぬ国は、すでに貯蓄超過状態を實現してしまっているのであるからという現状の押しつけと、国際決済手段の不足の債権国における責任の追求という形態をとっての資本輸出の強要を避けるためには、国際金融・資本市場の整備発展とその市場機構を通じての貯蓄資源の国際配分機能の確立を計らねばならない。

それでは、經常收支差額における受取り超過国では利子率、特に長期利率の下落はどのようにして生ずるのであるだろうか。

当初の对外投资国が对外投资によって対外的に撒布したその国の国民通貨は、受取り超過国の貿易業者ないしは輸

出業者の手許に入り、そのまま彼らによって対外投資国に対する対外的流動資産の形態で保有されるかもしれない。また貿易業者や輸出業者は、対外投資国の国民通貨を民間金融機関に売却し、代りに民間金融機関がそれを保有するかもしれない。貿易業者や輸出業者または民間金融機関のいずれが対外投資国の通貨を保有しようとも、それが民間部門の外国通貨残高として保有される限りでは、受取り超過国による当初の対外投資国に対する短期的な対外投資が実施されたことになり、当初の対外投資国にとっては対外的にいわゆる「長期貸しの短期借り」というパターンが実施されたことになる。

しかし、実際には最初からこのような形態の外国通貨残高の保有増大が一定の経営残高保有の目的を超えて進められることは、少なく、他の国内での資産保有形態との択一的選択において実施される。民間金融機関に売却された対外投資国の国民通貨は、次に民間金融機関からその中央銀行へと更に売却される傾向がある。とすると、受取り超過国においては經常収支差額の受取り超過に対応する貯蓄超過は、民間部門において貿易業者ないしは輸出業者の局面において預金残高の増大を、そして民間金融機関の局面において現金準備残高の増大を、つまり二つの局面における経済部門の流動性の増大をもたらす。

このような經常収支差額の受取り超過国における二つの局面での流動性の増大は、古典学派の「正貨流出入理論」がその拠点とする調整過程における金・外貨流入に伴なう国内経済への貨幣供給額の増大を具体的に表現するものである。この貨幣供給額が当初の対外投資の実現に伴なうその他先進工業国の輸出増大、したがって国内経済活動の膨脹による流動性選好の増大に丁度見合うものであると仮定すると、国内投資を上回る貯蓄の超過に対応する不活動残

高に對する流動性選好の増大が生ずるかどうかが問題となる。

そしてこの二局面で貯蓄超過の二重の反映として増大した流動性選好の充足が、利子率以外の原因で生じる国内投資の増大を無視できるものと仮定して、流動性過剩状態を国内經濟にもたらし、先ず短期利率の下落を、そしてそのような持続的な下降圧力の波及の結果として、次に長期利率の下落を、もたらずといえよう。短期利率および長期利率の下落が一方で国内投資の拡大を生ぜしめると共に、对外投资の拡大を誘引するといえよう。⁽¹²⁾

しかし、經常收支差額の受取り超過國における貯蓄超過が果してこのような長短利率の適当な下落を招来しうるであらうか。それには、二つの側面から疑問が提起されうる。(1)一つには「正貨流出入理論」が前提とするような、金・外貨流入に自動的に対応する国内經濟における貨幣供給額の増大がみられない場合、果して貯蓄超過のみが利子率、特に長期利率の実質的な下落を生ぜしめうるであらうか。(2)二つには、受取り超過に対応する貯蓄超過があくまで事後的なもので、事前的にはそれだけの貯蓄超過、つまり輸出超過を予想していない場合には、金・外貨流入に対応する自動的な国内貨幣供給額の増大が実現されたにしても、貯蓄超過により意味される過剩流動性状態は、利子率の下落を誘引するであらうか。

(1)金・外貨流入に対応する貨幣供給額の増大がみられない場合としては、一つには、前述したような、民間部門における對外投資國の國民通貨の保有増大の場合があげられる。經常收支差額の受取り超過國における民間經濟部門が流動性選好への強い偏向をもち、⁽¹³⁾ 他方その金融当局が国内經濟へのインフレーション的影響の回避などの理由から國內の貨幣供給額を抑圧する場合には、それら民間部門の流動性選好は、国内金融市場からむしろ國際金融市場へ振向

けられる傾向がある⁽¹⁴⁾。しかも当初の対外投資国の貯蓄資源の運用形態に較べて、これら經常収支差額受取り超過国の貯蓄資源の保有形態が相対的に流動性選好偏重的であるとすると、長短金利体系に関してこれら受取り超過国では、当初の対外投資国の場合に較べて、短期利率が相対的に低く、長期利率が相対的に高くなる傾向がある⁽¹⁵⁾。自由資本の国際間移動についてはリスクの点を除くと、移動コストが他に較べて著しく割安であるから、主要国の通貨についての国際金融市場において、金融媒介機能の発達によりリスクの分散が大幅に実現され、しかも高度に専門化され、かつ競争的市場が提供され、投資家に便利な各種の短期投資の形態が与えられる場合、国内短期利率よりも国際利率の方が割高に決定される傾向がある⁽¹⁶⁾とすると、經常収支差額受取り超過国の民間部門は、国内市場よりは国際市場において当初対外投資国の通貨保有によって、その流動性選好を充足するといえよう。

対外投資国の国民通貨にとってはそれが、前述の如く、国際金融において経営残高として利用されるという利点と相まって、国際的な金融市場でのその通貨の保有額や回転速度の増大、つまり重要性の上昇が生ずる。例えば、ユーロ・달러市場の出現は国際通貨としてのドルの重要性を増大させた⁽¹⁷⁾。そしてユーロ・달러市場はニュー・ヨーク市場の海外への単なる拡張と見做すことができよう。このような国内金融業務の国際金融分野への拡大は、先進工業国通貨の交換性回復以来国内金融面での金融機関と国内顧客との強固な独自の結合関係が放棄され、顧客、金融機関双方が、地理上の国境の壁を撤廃して、それぞれ直接海外金融中心地へ進出するという金融面での国際化の動きを反映している⁽¹⁸⁾。

經常収支差額受取り超過国の民間部門が当初の対外投資国の国民通貨を国際的な経営残高としての必要額以上に保

有する動きについては、これら受取り超過国の民間部門が対外投資国の金融機関から借入れや証券の引受け、消化を受けるために、ある種の両建預金の暗黙ないしは公然の取極めが行なわれ、それを前提にして対外投資国が大量の対外投資や対外貸出しを行なってきた、という事実を指摘することができよう。⁽¹⁹⁾

民間部門での対外投資国の通貨残高の保有が大きければ大きい程、しかも民間部門の流動性選好が強ければ強い程、経常収支差額における受取り超過の増大は、受取り超過国の利子率、特に長期利率の引下げを招来せず、ただ対外投資国の「長期貸しの短期借り」の規模を拡大することになるだろう。⁽²⁰⁾

次に、受取り超過に対応する自動的貨幣供給額の増大が一応行なわれても、金融当局が直ちに公開市場操作によって貨幣供給額の増大を相殺する場合を考えてみよう。⁽²¹⁾

金融当局が増発した貨幣供給額を手持ちの流動的な有価証券の売り操作によって回収する場合、先に論じたように、輸出増大に対応する活動残高への流動性選好の増大がこの貨幣供給増大によって丁度相殺されていたとすると、貯蓄超過に対応する不活動残高への流動性選好の増大がまったくなくないと仮定しうる限りにおいて、流動性選好は、貨幣供給額の増大なしに、貯蓄超過によって解放された貨幣残高の供給により充足されることになるだろう。

この場合、金融当局による売り操作により、流動的な有価証券は、金融当局から民間の貯蓄者や金融機関へと移転して行く。もし、経常収支差額の受取り超過が持続的に継続して、売り操作が持続的に続くなら、金融当局への対外投資国の通貨の流入増大と手持ちの流動的な有価証券の減少が、また民間の貯蓄者や金融機関による流動的な有価証券手持ち残高の増大が生ずるだろう。つまり、民間部門では、受取り超過により獲得した対外投資国の通貨により金

融当局の手持ち¹有価証券を購入し続けることになる。

他方、輸出拡大に伴なう経済活動の増大に対応する活動残高への需要の増大は、貯蓄超過を実施する民間部門での不活動残高の活動化により満足させられるといえよう。

問題は、一方で民間部門において発生している流動的な有価証券手持ち高の累積が、金融当局の手持ち有価証券の減少を含めて、経済全体に与える流動性選好充足度の上昇という効果と、他方で貯蓄超過に対応する民間部門での不活動残高の活動化がそこでの流動性選好充足度と与える低落的効果との対比に求められよう。もし前者の流動性選好充足度の上昇の効果が大きく、それが派生的な流動性選好の減退と有価証券需要の増大、そして結果的な有価証券利率、つまり長期利率の下落をもたらしかもしれない。

しかし、後者の流動性選好充足度の低落的効果が相対的に大きく響く場合が考えられる。貯蓄と投資がフロー概念で、それが直接に対比されるのは国民経済の貸借対照表における単なる金融資産、負債のストックではなく、全体としての総資本、総資産のストックであるとすると、經常収支差額の受取り超過に対応する貯蓄超過の大きさは、総資本、総資産のストックの大きさに対比して、実質的な影響を与えうるには、持続的、累積的なものでなければならぬであろうし、かつその大きさがたとえ有効的なものとなりうるにしても、利率率、特に長期利率に与える影響は、間接的で、複雑なものといえるであろう。

もし不活動残高の活動化による回転速度の上昇が活動残高への需要の充足の不足傾向を強く意識させる場合には、その影響は短期利率の上昇といった動きに反映され、国民経済全般の流動性選好偏向的な雰囲気とも相まって、貯蓄

超過の結果としての流動性選好充足度上昇的動きは、長期利率下落の方向に作用するよりは、むしろ短期利率上昇の抑圧ないしは下落の方向に動員されるといえよう。

さらに、ここで輸出超過を経済活動の拡大と想定してきたが、極端な事例としては輸出超過が経済活動の拡大を全然伴わぬ場合が考えられる。この場合には経済活動拡大に伴なう活動残高の需要の増大、したがって貯蓄超過による不活動残高の活動化の増大、が発生しないといえよう。⁽²²⁾ それ故に、貯蓄超過に伴なう流動性選好充足度の上昇が全面的に利子率下落に作用することが考えられる。しかしこの利子率の下落が短期利率の下落に終らずに、長期利率の下落に作用するには貯蓄超過の累積が既存の総資産ストックに較べて著しく増大することが必要である。ましてこのような長期利率の下落が経常収支差額受取り超過国を本来の对外投资国に転化するためには、貯蓄過剰の持続的累積がその国の金融資産ストックの累積を国際的にみて顕著なものとする必要がある⁽²³⁾であろう。そして对外投资国の転化には金融当局の慎重な判断とかなりの時間的経過が必要であるといえよう。

(2) これまでのところ、貯蓄超過の影響をすべて利子率効果として把握してきた。しかし実際には对外投资国の对外投资拡大による輸出超過の発生は、前述したように、事前的な貯蓄超過の裏付けをもつものではなく、単に事後的な貯蓄超過を伴なうに過ぎない場合が考えられる。もしこの場合に、受取り超過国に十分な国内経済面での遊休資源が存在し、貨幣供給額の増大が実現されると同時に、経済活動の拡大がさらに持続的な経常収支差額の受取り超過と貨幣供給額の増大に導きうるならば、経常収支差額の受取り超過は、事前的貯蓄超過に裏付けられるようになって、貯蓄超過が所得効果実現過程で長期利率の下落傾向、つまり利子率効果を生み出すと考えられる。

貯蓄超過のより即時的な効果である所得効果が、かなりの持続的期間を経過することなく、そのような受取り超過国をインフレーション状態へと捲き込んでしまふ場合が問題となる。そのような場合には、經常収支差額での受取り超過が事前的な貯蓄超過の裏付けをもたないという意味で、金融当局は、所得効果実現過程で、インフレーションを回避する目的で、貨幣供給額の増大を相殺せんと努める傾向がある。したがって、貯蓄超過は、所得効果を実現することによってその作用を使い果してしまい、結果として利子率引下げに働く利子率効果を實現することは少ないであらう。

經常収支差額の受取り超過国にとって、このような受取り超過がインフレーションを誘発する場合には、その国における貯蓄超過は強制された事後的なもので、対外投資国の国民通貨を保存することによって國際的な利子率格差の徐々の変更による調整過程の受容れを許容することはできない。

対外投資国としてのアメリカの立場を代表して、A・ハンセンは、ギリシャ銀行総裁ゾロタス教授の主張を次のように引用している。⁽²⁴⁾

「事實上、過去二年間において年間長期資本流出はそれのみでアメリカの國際収支の総合赤字を上回っている。いくつかの先進国において依然として現存する資本輸出制限、そしてさらに重要なこととしてはアメリカ以外の資本市場の組織上・制度上の欠陥のゆえに、アメリカは準備センターとしての責任に加えて、高度先進国をも含む世界諸国の資本需要を充足しなければならぬという任務を負われることになっている。こうした状態は、主要貿易國間の資本移動のアーベライビリティと自由に関してある程度の互恵性を必要とする金為替本位制の円滑な機能とは矛盾するも

のである。このようなつりあいを欠いた国際金融メカニズムの運営により生ずる緊張は、一つには金利差とも関連して短期資金移動によって激化されつつある。かかる状況下にあつてヨーロッパの工業国がそれぞれの経済の総合潜在力に応じて、その資本市場を自由化し発展させていく必要があるということについては、なにびとも否定しえないところであろう。しかしながら、この方向での改善は漸進的にしか進まないと思われ、当面はアメリカの負担として残らざるえないであろう。」

しかしこのような主張に対して、国際收支差額の調整機能を果すものとしては、国際的な利子率格差と価格格差および経済成長率格差の三つの要因の対比があげられることは、第一節で論じたところである。むしろ現行の利子率格差を前提として、对外投资国の価格面や経済成長率の面での国際的にみでのインフレーション的な行き過ぎが国際收支不均衡の原因であり、その行き過ぎの放任は、それ故に、經常收支差額受取り超過国へのインフレーションの波及を許容することになる。そこに、⁽²⁶⁾国際的利子率格差の是正を支持する主張は、国際不均衡の原因を誤り、その温存を支持する考え方であるとの批判を受けることになる。

ここに經常收支差額の受取り超過に対応する貯蓄超過が「事後的」か、または「事前的」かを判断する基準として受取り超過国におけるインフレーションの問題が第二の問題として登場してくる。

当初の对外投资国は、デマンド・インフレーションやコスト・インフレーションといった意味で、国内物価水準に安定性があり、しかも経済成長率にも潜在的生産余力をもっている場合には、国際的にインフレーションを輸出していないとの主張がなされる。そしてこの主張には对外投资国の大幅な对外投资が実施されなかったなら、經常收支差

額において受取り超過となっているその他先進工業国にとって、一層激しいインフレーションが発生したであろう、という追加的な主張が兎角行なわれる⁽²⁶⁾。

この主張に対する反論としては、一国の国際収支差額を決定するのは、国際的利子率格差や経済成長率格差を与えておけば、国内物価水準の変化率の比較ではなく、直接国際競争力に影響する輸出財価格の比較であって、その点対外投資国が国際的な輸出財価格差に対して過度に低く過ぎる利子率を決定して、自国に回収しえない購買力を対外的に撤布することは、インフレーションの輸出であるとの主張がなされる。

また、国際経済的に真の資本輸出国は、単なる対外投資国ではなく、その国民総生産に対する輸出超過額の比率の高い国であって、事実それは、当初の対外投資国たるアメリカ以外の経常収支差額受取り超過国、たとえば西ドイツに求めることができる⁽²⁷⁾。その点、当初の対外投資国による大幅な対外投資なしには、その他先進工業国が一層激しいインフレーションに捲き込まれたとの主張は、戦後の一時期を除いて、妥当しない面が存在するといえる。

国際経済的に過半数の国々が過少雇用状態にある場合には、一国経済が過少雇用状態にある時、追加的購買力の創出が適切であるのと同様に、対外投資による追加的購買力の創出は、インフレーションの輸出にはならない、との主張がある。これに対しては、国際経済が二国のみによって構成されている特殊な場合を除いて、このような類推は成立し難い場合が多い。というのは、一国経済内部では、中央銀行は、負債を強制通用力をもつ通貨に換える権限やさらに課税する権限をもつ政府のために支出力を創出し、また一国内では生産資源のある程度の移動性が存在し、したがって一地方での支出の超過が他地方へ撤布されて行くかあるいは他地方の遊休資源を吸収して行くことができる、

という条件が成立するが、国際経済の場合にはこれらの条件が成立せず、たとえば対外投資による国際購買力の創出が、すでに完全雇用水準にあり、しかも国際準備保有高が適当な水準にあるような經常收支差額の受取り超過国に流入する可能性が充分想定できる。⁽²⁸⁾

その意味では、ここでも対外投資がインフレーションの輸出に結びつくとの反論が成立する。

これらの反論に対して、もっとも常識的な主張は、これら經濟收支差額受取り超過国が各種の輸入制限的措置を緩和・撤廃して輸入増大を招来し、それに国際準備資産を利用すべきであるということであろう。⁽²⁹⁾

しかし、このような輸入増大措置は、国際收支差額の先行きが不確実な実状にあっては、国内業者の反対もあって、実施に多くの困難が伴ない、インフレーションの対策としては時機的に遅れることが多く、しかも国内物価の抑圧には輸入増大が必ずしも有効でない場合が屢々みられる。

そして、これら經常收支差額の受取り超過国が真の対外投資国に転化しうるためには、一方では国民經濟のデマンド・インフレーションやコスト・インフレーションからの隔離が要望されるだけでなく、他方で対外投資国としての国際準備高の豊富な裏付けのための、国際準備資産の累積が要求される。

ここに、經常收支差額受取り超過国にとっては、対外投資国のインフレーションの輸出を防止する必要性が大いに強まってくる。

対外投資による国際金融・資本市場を通じての国際流動性の創出は、以上で論じたような幾つかの利点をもつが、反面単一の対外投資国が次第に複数の対外投資国へ分化する過程において、調整過程上の種々の困難を露呈するにい

たった。国際流動性問題は対外投資国をめぐる調整過程の問題として理解されねばならない。このような理解のための検討を経て、長期貸しの短期借りといった国際金融の仲介機能に固有な不安定性と国際通貨制度との関連を追求する問題が残されるが、それについては別の機会に譲りたい。

(1) J. R. Hicks, *Liquidity*, *Economic Journal*, December 1962. J・R・ヒックス「流動性」水野正一、山下邦男監訳、『現代の金融理論』「流動性と貨幣需要」所収、一五一—一六二ページ参照。

(2) Friedrich A. von Hayek, *Profits, Interest and Investment and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, 1939, p. 162, and Robert V. Roosa, *Monetary Reform for the World Economy*, 1965. R・V・ローヤ、鈴木源吾監訳『国際通貨改革論』二〇ページ参照。

(3) Robert Triffin, 'The Problem of International Monetary Reform: Major Questions and Prospective Initial Area of Agreement', Banca Nazionale del Lavoro, *Quarterly Review*, March 1964. ロート・トリフィン「国際通貨制度改革の問題」鈴木浩次編『国際流動性論集』所収、一一〇ページ参照。

(4) C. P. Kindleberger, 'The Prospects for International Liquidity and the Future Evolution of the International Payments System', in Roy Harrod (ed.), *International Theory in a Developing World—Proceedings of a Conference held by the International Economic Association*, 1963, p. 383 and S. Posthuma, *Changes in the International Monetary System*, Lecture given at the Institute for World Economics, Kiel University, on 19th July 1963. e・ポスター「国際通貨制度の改革」鈴木浩次編『前掲書』所収、一一四—一二四ページ参照。P・マントルップは「金本位下では歴史的に国際準備資産を獲得するには、常に実質資源を譲渡してきた。そしてそのような金産出のコストに対して国際信用貨幣として

貿易収支に対する資本収支の調整過程問題

の新国際準備資産を低開発国に提供することによって彼らに譲渡せねばならぬ資源のコストが相対的に安価であるなら、低開発国への開発金融目的での新国際準備の創出は必ずしも不適切ではな^らずと^{して}こ^うする。Fritz Machlup, *The Cloakroom Rule of International Reserves, Quarterly Journal of Economics*, August 1965, pp. 352-354.

(6) Friedrich A. von Hayek, *Ibid.*, p. 162.

(7) R. G. Hawtrey, *Economic Destiny*, 1944, p. 238, and Roy Harrod, *The Dollar Problem and the Gold Question*, in Seymour E. Harris (ed.), *The Dollar in Crisis*, 1961, pp. 61-62.

(8) Fritz Machlup, *op. cit.*, p. 349.

(9) 吉野昌甫「キー・カレンシーと国際流動性問題」『国際経済学会編』『国際経済協力の現状と展望』『国際経済・第十七号』所収、五七—五九ページ参照。

(10) F・A・ルツツ「国際流動性問題と多数通貨本位制」、鈴木浩次編『前掲書』所収、一五六ページ参照。

(11) 経常收支差額の受取り超過であるその他先進工業国が对外投资を実施する場合の調整過程の分析については、吉野昌甫「国際流動性問題についての一研究」、『青山経済論集』一九六五年三月号を参照されたい。

(12) F・A・ルツツ「前掲論文」、鈴木浩次編『前掲書』所収、一九四—一九五ページ参照。しかし、ルツツは、ここにおいて「本質的な」資本輸出国を国際收支差額の受取り超過国として表現している点で、記述が曖昧であるといえよう。経常收支差額においては支払い超過であるが、資本收支差額において大幅に受取り超過であるために、その国際收支差額が受取り超過となっているような国は、たとえ国際收支差額が受取り超過であっても、「本質的な」資本輸出国とするものはないであろう。つまり、このような国は、国内経済において、事後的にも貯蓄超過とはいえないであろう。

低利率国が新しい国際通貨機関などから、国際金融・資本市場の利率よりも低利率で中期ないしは長期の国際金融を受ける

- の長編報告書 Egon Sohmen, *International Monetary Problems and the Foreign Exchanges*, Special Papers in International Economics, No. 4, April 1963, published by the International Finance Section, Princeton University.
- フロン・ブーメン、貝塚啓明訳『国際金融と外国為替』七〇—七二ページを参照された。
- (12) R. F. Harrod, *International Economics*, Revised edition, 1957. R. F. Harrod、藤井茂訳『国際経済学』改訂版、二〇八—二〇九ページを三三三—三三三ページを参照。
- (13) Charles P. Kindleberger, European Economic Integration and the Development of a Single Financial Center for Long-term Capital, *Weltwirtschaftliches Archiv*, July 1963, in Charles P. Kindleberger, *Europe and the Dollar*, 1966, p. 75.
- (14) Oscar L. Altman, Foreign Markets for Dollars, Sterlings and Other Currencies, *IMF Staff Papers*, December 1961. オスカー・L・アルトマン、日本銀行外国為替局訳『ドル・ポンドその他の通貨の外国市場』一九六一年一〇月、八九—九〇ページ参照。R・F・ハロッド『国際経済学』第六章における彼の分析においては、このような国内金融の国際金融化への傾向が無視されてゐる。
- (15) Emile Despres, Charles P. Kindleberger and Walter S. Salant, The Dollar and World Liquidity,—A Minority View, *The Economist*, February 5, 1966. オスカー・L・アルトマンは、「一般的に各国の金利水準は接近する傾向にある。多くの国にとって、外国市場が存在するのは国内金利に比して国際金利の方が、預金金利は高く借入金利は低いからである。」としてゐる。オスカー・L・アルトマン、日銀外国為替局訳『前掲論文』九三—九四ページ。
- (16) オスカー・L・アルトマン、日銀外国為替局訳『前掲論文』一八一—二二二ページ参照、および Emile Despres, Charles P. Kindleberger and Walter S. Salant, op. cit., *The Economist*, Feb. 5, 1966.

(17) オスカー・L・アルトマン、『前掲論文』、九四―九五ページ参照。ここでアルトマンは、ドルの外国市場の発達が、ドルの重要性を増したが、反面ニュー・ヨークの国際金融センターとしての地位をやや低下させたという、ホームズとクロブストン (Holmes and Klopstock) の文章を引用している。また、『*The Economist*, Feb. 5, 1966.

(18) *Banking Across Frontiers, The Economist*, Nov. 21, 1964.

(19) オスカー・L・アルトマン、『前掲論文』四〇ページ、四九―五〇ページ参照。D・ロックフェラーは、外国の中央銀行や公的機関が大きな預金をニュー・ヨークに預託してきたので、ニュー・ヨークは海外の政府機関や私的機関に信用を供与することになった、と述べている。David Rockefeller, *International Monetary Reform and the New York Banking Community*, in Herbert G. Grubel (ed.), *World Monetary Reform*, 1963, pp. 175-178.

(20) *The Economist*, Feb. 5, 1966. ここでキンドルバーガーは、アメリカを国際的金融仲介機関として機構させる条件の存在を指摘し、同時にその仲介機能に附随する不安定性に対する対策を論じている。

(21) Joan Robinson, *Essays in the Theory of Employment*, 1947, pp. 149-150. ここでロビンソンの分析は国際金融・資本市場の不完全性の指摘にのみ終り、事後的な貯蓄超過の国際的利子率格差に与える影響の分析において、国民通貨の相違や貯蓄・投資の所得効果と利子率効果の区分といった重要な問題を無視している。この問題点については、Tibor Scitovsky, *Economic Theory and Western European Integration*, 1958, T・シトフスキー、中島正信訳『経済理論と西欧経済統合』五四―五三ページおよび一六一―一二二ページを参照された。

(22) 吉野昌甫「キー・カレンシー方式と国際資本移動」、『バンキング』一九六五年八月号、四四―四五ページ、特に(注七)と(注八)参照。

(23) Charles P. Kindleberger, *Europe and the Dollar*, pp. 77-79. ここでキンドルバーガーは、ユーロ・ダラーの最大市

場としてのロンドンが、過去において築いた国際資本市場としての市場規模や運営上の伝統的熟練および技術を併せ考えると、ニューヨークに匹敵するヨーロッパの国際資本市場に近い将来発展するのではないかと、この主張に、反対している。ユーロ・ダラーないしはユーロ・マネーを集積して、市場の規模を生かしたロンドンの貯蓄仲介機能が、市場の規模の経済を実現する豊富な貯蓄の裏付けをもちえないとすると、本来の信用創造を伴なう国際金融機能、つまり国際資本市場の貯蓄資源配分の機能を果たすことができない、との考え方が読取りうるだろう。

(24) A・H・ハンセン、鈴木浩次訳『ドルと国際通貨制度』、三四―三五ページ。

(25) F・A・ルッツ、小林毅訳『国際収支と資本移動』、五九―六〇ページ参照、およびF・A・ルッツ「国際流動性問題と多数通貨本位制」、鈴木浩次編『前掲書』一九五ページ参照。

(26) Roy Harrod, *Reforming the World's Money*, 1965. R・ハロッド、堀江薫雄監訳『国際通貨改革論』一六四―一六五ページ参照。

(27) エゴン・ゾーマン、貝塚啓明訳『前掲書』三〇―四一ページ参照。

(28) C. P. Kindleberger, 'The Prospects for International Liquidity and the Future Evolution of the International Payments System, in Roy Harrod (ed.), *International Theory in a Developing World*, p. 380.

(29) R・ハロッド、堀江薫雄監訳『前掲書』一九五ページ参照。

(昭和四一年一〇月三十一日 受理)